

# La Fed lancia la grande svendita i mercati temono lo "tsunami Bond" Bond, la valanga delle Banche Centrali

DALLA FED PARTE IL SEGNALE CHE STA FINENDO L'ERA DEL QUANTITATIVE EASING: 15 MILIARDI IN TITOLI SARANNO RIVERSATI SUI MERCATI CON IL RISCHIO CHE LA MAXI OFFERTA FACCIA IMPENNARE I TASSI

LE BANCHE CENTRALI DI TUTTO IL MONDO SI TROVANO IN "PANCIA" 15 MILIARDI DI DOLLARI IN TITOLI DEI QUALI BEN 9 MILIARDI STATALI, UN QUINTO DEI DEBITI PUBBLICI TOTALI: È IL MOMENTO DI ALLEGGERIRE I PORTAFOLGI MA PER GLI ANALISTI SI RISCHIA UN RIALZO DEI TASSI CHE FERMEREBBE LA RIPRESA

**Eugenio Occorsio**

**P**iù prudente di così, Janet Yellen non poteva essere: a ottobre il bilancio della Fed, che ha raggiunto i 4.200 miliardi di dollari, scenderà di 10 miliardi, 6 in Treasury bond e 4 in obbligazioni delle società. Un'inezia. E non saranno neppure venduti perché semplicemente scadranno e non saranno rinnovati. Eppure, è un momento storico sovraccarico di incognite, incertezze e paure: a nove anni dall'avvio prima in America e poi in tutto il mondo del *quantitative easing*, la manovra - senza precedenti su questa scala - di introduzione di dosi gigantesche di liquidità sui mercati mediante l'acquisto di bond per debellare la crisi, inizia la fase opposta. I bond acquistati tornano indietro, le banche centrali non comprano più e anzi rivendono. L'*exit strategy* coinvolgerà la Bce - dove il Qe dovrebbe finire l'anno prossimo - e poi la Bank of England, la Bank of Japan, e in misura minore la Riksbank svedese e la Swiss National Bank. In tutto, le banche centrali deterranno alla fine di quest'anno buoni e obbligazioni per 15 mila miliardi di dollari, dei quali 9 mila in government bond, in media un quinto del debito pubblico dei Paesi interessati.

**A**nzi, in diversi casi ancora di più, tanto da avvicinarsi al limite del 33% del debito pubblico scritto nello statuto sia della Bce che della Fed (per evitare che una banca centrale finanzi direttamente un Paese). Tutti avranno lo stesso problema: come liberarsi di quest'ingombrante massa di denaro. È una manovra delicatissima: «Basta il minimo sbaglio e tutto andrà storto con conseguenze

catastrofiche» avverte il *Wall Street Journal*. Il pericolo è quello di smantellare il piccolo miracolo di tutte le economie che finalmente crescono in sincrono. La fortissima domanda proveniente dalle banche centrali ha sostenuto il mercato dei bond tenendo bassi i tassi (perché alti i valori in seguito appunto alla forte domanda) e agevolando la ripresa. Viceversa, il *quantitative tightening* come lo chiama la Deutsche Bank, l'irrigidimento al posto dell'ampliamento, è ormai necessario perché un portafoglio così gonfio di titoli cela ormai più pericoli che benefici. Ma si rischia di deprimere il valore dei titoli visto l'improvviso contrarsi della domanda e anzi l'apparire di una massiccia offerta, e quindi di far schizzare i tassi (simmetricamente contrari) minando la ripresa così faticosamente conseguita. «Ma se tutto andrà bene le banche centrali potranno inserirvi il *quantitative easing* nel loro repertorio anticrisi con la consapevolezza che funziona», commenta Paul de Grauwe, capo del dipartimento Europa della London School of Economics.

«L'auspicio è che tutto venga fatto con la massima gradualità possibile. L'operazione però è complicata perché non si può svuotare l'oceano con un mestolo, e quindi inevitabilmente in certi momenti dovranno esserci vendite massicce e quel che è peggio - spiega il professore - in tutto il mondo simultaneamente». Già, perché dopo la Fed verrà la Bce, e prima ancora la Bank of England. Per ora Draghi ha fatto intendere che il Qe andrà avanti a regime ridotto (probabilmente 40 miliardi al mese anziché gli attuali 60) per tutta la prima metà del 2018. In qualche momento del prossimo anno, dovrebbe cessare. «Dopodiché - spiega Daniele

Antonucci, *European economist* di Morgan Stanley con sede a Londra - ci sarà un ulteriore periodo di *roll-over*: si ricompreranno i buoni che intanto verranno a scadenza per mantenere intatto il volume del portafoglio. E solo dopo inizierà il disimpegno. Come vedete, tutto è improntato alla massima gradualità e cautela. La Fed, dove il Qe è finito nel gennaio 2015, ha seguito lo stesso modello». Anche la Bank of England, dove il Qe è finito nel 2016, seguirà questa strada, e pure Svezia e Svizzera. Il *roll-over* è durato tre anni in America, verosimilmente la lunghezza potrebbe essere analoga in Europa.

Le maggiori preoccupazioni per l'*unwinding* altra definizione (stavolta del WSJ) per il disimpegno, sono sulla Bce. Anche per le caratteristiche della sua struttura. «Il Qe - spiega Angelo Baglioni, economista della Cattolica di Milano - è organizzato in modo che a detenere i buoni comprati siano per la maggior parte le banche centrali dei vari Paesi». In Banca d'Italia ci sono per ora 291,4 miliardi di Btp. Nel complesso, la Bce ha comprato finora oltre 2 mila miliardi, per l'85% buoni statali e per il resto obbligazioni corporate (per l'Italia ci sono Enel, Telecom, Atlantia, Eni, Poste, Terna e altre utilities), che hanno portato il suo bilancio a raggiungere i 3.300 miliardi di euro, con



la prospettiva di arrivare a fine 2018 a sfiorare i 4 trilioni, un livello equivalente a quello della Fed. «Le quote per Paesi - spiega Baglioni - sono in base al Pil, la cosiddetta *capital key*: per l'Italia un po' più del 17%. Servirà un coordinamento perfetto per gestire il disimpegno».

«Oltre alla gradualità è fondamentale un'accorta comunicazione delle banche centrali», aggiunge Giovanni Zanni, senior analyst Credit Suisse. «La Yellen mercoledì scorso ha dettato il calendario del disimpegno, ma erano mesi che avvertiva a chiarissime lettere in ogni possibile occasione che questo momento stava per arrivare. I mercati, che vivono sugli annunci, hanno potuto così abituarsi all'idea e "scontando" già la decisione senza subire particolari scossoni. Certo, bisognerà vedere cosa succederà quando a muoversi saranno tutte le banche centrali insieme, anche perché oltre al disimpegno ci sarà da gestire un rialzo dei tassi, che per ora sembra più giustificato per Usa e Germania rispetto a Italia e altri Paesi "periferici"». Peraltro Draghi ha sottolineato più volte che di aumenti dei tassi si parlerà molto tempo dopo la fine del Qe.







L'esperienza della comunicazione è già piena di passi falsi. Quando Ben Bernanke annun-

ciò il *tapering*, cioè la fine del Qe, nella primavera del 2013, il mercato dei bond fu preso dal panico e crollò tanto che il tasso di riferimento sui Treasuries a 10 anni schizzò in poche settimane dall'1,5 al 4,5 (in seguito rientrò ma da quel giorno nacque la sindrome del *taper tantrum*). «Poi la saldezza di nervi prevalse, tanto che nel 2014, quando il Qe in America finì davvero - racconta Zanni - i tassi addirittura scesero». Anche la Bce ha avuto il suo incidente, quando è bastato che, a Sintra in Portogallo nel luglio scorso, Draghi accennasse al fatto che il Qe non può essere eterno per spargere ondate di nervosismo, con tassi in salita fino a mezzo punto, tanto che il presidente dell'Eurotower è stato costretto a indire una conferenza stampa per chiarire l'equivoco e ribadire che i mercati saranno avvertiti con larghissimo anticipo delle decisioni. «Tutto questo dimostra la difficoltà dell'operazione. Ma per il momento siamo fiduciosi: nessun banchiere centrale vorrebbe far deragliare una ripresa», è l'opinione di Antoine Lesné, responsabile strategia e ricerca per l'area Emea di Spdr, gruppo State Street. «Un certo margine di salita dei tassi può essere tollerato, visti i livelli bassissimi raggiunti. Certo, la tensione esiste in diversi casi,

primo fra tutti l'Italia. Lo spread rischia di salire anche se non drammaticamente, perciò è importante tenere sotto controllo gli altri elementi di volatilità come l'instabilità politica. Per fortuna le elezioni saranno già passate in Italia quando il Qe finirà. E poi ci sono da tener presente le questioni di lungo termine, compresa la garanzia dell'indipendenza della Bce quando Draghi lascerà nel 2019. Non è un momento troppo lontano per chi vuole avere un quadro prospettico chiaro».

Ancora più ravvicinato, ad aggiungere suspense a una trama già abbastanza inquietante, è il cambio della guardia alla Fed che è imminente. La storia americana è piena di banchieri centrali troppo vicini al potere politico che hanno fatto disastri e viceversa di specchiati e indipendenti economisti che hanno raddrizzato le sorti di presidenti altrimenti deboli in economia, da John Kennedy che ebbe un aiuto formidabile da William McChesney a Ronald Reagan affiancato da Paul Volcker che contribuì ai famosi tre anni (1983-85) di crescita al 6%. Ora, qualsiasi scelta azzardata di un personaggio non all'altezza farebbe saltare tutto il banco, con un effetto-domino incontrollato, delle economie globali.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

BCE	FEDERAL RESERVE
	
 <p><b>MARIO DRAGHI</b></p>	 <p><b>JANET YELLEN</b></p>
<p>Draghi probabilmente già nel prossimo mese darà indicazioni più precise. Per ora vanno avanti gli acquisti al ritmo di 60 miliardi al mese. Probabilmente verrà ridotto l'ammontare a 40 all'inizio del prossimo anno, e il programma potrebbe gradualmente "spegnersi" nel giro di 12 mesi. Ma Draghi ha lasciato aperta la porta per una sua continuazione soprattutto considerando che l'inflazione media continua a dare segni di debolezza ed è ancora lontana dall'obiettivo del 2% (oggi è intorno all'1,4%).</p>	<p>Le preoccupazioni per il disimpegno sui bond si aggiungono a quelle sulla successione alla Fed. Trump non ha mai fatto mistero di voler sostituire la Yellen, addebitandole colpe imprecisate. Ora il Washington Post, informatissimo come sempre, ha rivelato una colazione segreta di Ivanka Trump con Janet Yellen forse prodromo di una riconciliazione, ma i dubbi vista l'imprevedibilità del presidente, rimangono. Gli economisti si augurano la riconferma.</p>
 <p><b>3.300</b> miliardi di euro (OBBLIGAZIONI IN PORTAFOGLIO)</p>	 <p><b>4.200</b> miliardi di dollari (OBBLIGAZIONI IN PORTAFOGLIO)</p>

## BANK OF ENGLAND



**MARK CARNEY**

La Bank of England aveva già sperimentato in passato alcune piccole ondate di quantitative easing, e poi ha effettuato una serie di acquisti di bond statali dopo la Brexit temendo effetti negativi sull'economia che in effetti ci sono stati in misura molto scarsa. Il programma è finito nell'aprile 2017, e ci si aspetta che la riduzione del portafoglio venga avviata nel 2019 secondo la regola del periodo-cuscinetto di due-tre anni seguita dalla Fed e prospettata anche dalla Bce.

**435**  
miliardi di sterline  
(OBBLIGAZIONI IN PORTAFOGLIO)

## BANK OF JAPAN



**HARUHIKO KURODA**

In Giappone i criteri del Qe sono diversi dal resto del mondo. Secondo il nuovo schema organizzato dal governatore Kuroda dopo il 2013 si modula l'acquisto dei bond in modo da mantenere il tasso di riferimento sullo zero, nell'auspicio che così facendo si scoraggiano i risparmiatori dal tenere il denaro immobilizzato e li si spinge a investire. Il volume di acquisti quindi è variabile. L'operazione continuerà per un tempo indefinito. Intanto, la Bank of Japan ha raggiunto la Fed per volume di portafoglio.

**65**  
triloni di yen  
(OBBLIGAZIONI IN PORTAFOGLIO)



**Jens Weidmann**

**413,9**  
\* miliardi di euro

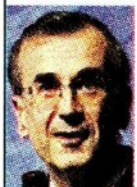
**BUNDESBANK**  
La banca tedesca è il primo "azionista" dell'Eurozona



**Ignazio Visco**

**291,4**  
\* miliardi di euro

**BANCA D'ITALIA**  
È il 14% del debito pubblico: a fine Qe si arriverà fino a 400



**François Villeroy de Galhau**

**334,6**  
\* miliardi di euro

**BANQUE DE FRANCE**  
È il Paese dove il rapporto col debito è più alto: 25%



**Luis María Linde**

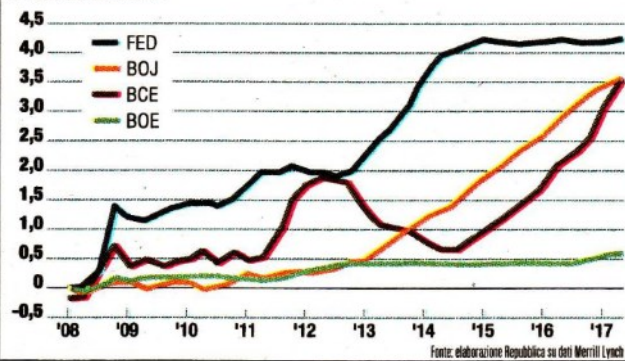
**206,2**  
\* miliardi di euro

**BANCO DE ESPAÑA**  
Madrid è ancora soggetta a certe condizionalità europee

\* al 31 agosto 2017

### I BILANCI DELLE BANCHE CENTRALI


















In triloni di dollari



S. CALMEFO

**GLI ACQUISTI DELLA BCE DEI TITOLI DI STATO**

Dati al 31 agosto 2017

Paese	Acquisti mensili medi (in milioni di euro)	Acquisti totali	Capital Key (in %)
 AUSTRIA	1.223	46.310	2,789%
 BELGIO	1.544	58.299	3,528%
 GERMANIA	9.803	413.868	25,567%
 ESTONIA	0	65	0,274%
 SPAGNA	5.086	206.189	12,560%
 FINLANDIA	528	26.661	1,785%
 FRANCIA	9.270	334.568	20,143%
 IRLANDA	488	22.873	1,649%
 <b>ITALIA</b>	<b>7.657</b>	<b>291.366</b>	<b>17,489%</b>
 LITUANIA	4	2.683	0,587%
 LUSSEMBURGO	47	2.188	0,288%
 LETTONIA	25	1.633	0,401%
 MALTA	27	994	0,092%
 OLANDA	2.174	92.680	5,687%
 PORTOGALLO	414	29.076	2,477%
 SLOVENIA	141	6.094	0,491%
 SLOVACCHIA	60	10.045	1,097%

S. DIMED